



Grönbok om en kapitalmarknadsunion 2014/15:FPM21

Finansdepartementet

2015-03-25

Dokumentbeteckning

KOM(2015) 63

Grönbok om att bygga en kapitalmarknadsunion

Sammanfattning

Den 18 februari 2015 antog Europeiska kommissionen en grönbok om att bygga en kapitalmarknadsunion (KMU), ett samlingsbegrepp för en serie initiativ som eftersträvar att främja tillväxt och sysselsättning i Europa. Grönboken diskuterar initiativ för att stärka den europeiska kapitalmarknadens förmåga att allokera kapital och öka gränsöverskridande investeringar i framförallt små och medelstora företag, nystartade företag och infrastrukturprojekt.

Grönboken identifierar initiativ på följande områden där framsteg kan nå snabbt:

- Återuppliva marknader för värdepapperisering av hög kvalitet i Europa.
- Revidera prospektdirektivet för att förenkla för små och medelstora företag att anskaffa externt kapital.
- Åtgärda bristen på standardiserad kreditinformation för onoterade bolag.
- Utforma ett europeiskt ramverk för s.k. privata investeringar (*"private placements"*), t.ex. riktade nyemissioner.
- Främja etablerandet och allokeringen av kapital till europeiska långsiktiga investeringsfonder (ELTIF).

Syftet med grönboken är att inleda ett samråd med berörda parter under en tre månader lång konsultation som slutar den 13 maj. Därefter avser kommissionen presentera en färdplan med förslag för att etablera en kapitalmarknadsunion till 2019. Regeringen välkomnar kommissionens grönbok. Regeringen välkomnar också initiativ som främjar gränsöverskridande investeringar, stärker den inre marknaden och ökar/breddar

antalet finansieringsalternativ för företagen. Alla initiativ inom ramen för åtgärdsplanen ska dock föregås av en grundlig konsekvensanalys och ska särskilt analyseras utifrån vilka konsekvenser de har på den finansiella stabiliteten samt konsument- och investerarskyddet. Regeringen kommer att ta ställning till respektive förslag då de presenteras.

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

Den ekonomiska tillväxten i Europa har sedan finanskrisen 2008 varit svag och investeringsnivån i EU är i dag i genomsnitt 15 procent lägre än 2007. Redan Romfördraget 1957 syftade till att skapa fri rörlighet för varor, personer, tjänster och kapital. Kommissionen anser att fri rörlighet av kapital kräver reformer för att minska hindren för att investera över gränserna inom EU. Om inte reformer genomförs skyndsamt kan ekonomisk återhämtning dröja och det finns risk för fortsatt uppdelning på finansmarknaden mellan medlemsstater.

Som en del i arbetet för att stimulera tillväxt, sysselsättning och investering samt att öka EUs konkurrenskraft och återupprätta förtroende antog Europeiska rådet i juni 2012 en tillväxt- och sysselsättningspakt (EUCO 76/12). Kommissionen presenterade den 25 mars 2013 en grönbok om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin (2012/13:FPM93), den 27 mars 2014 ett meddelande om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin (COM (2014) 168) och den 26 november 2014 ett meddelande om en investeringsplan för Europa (2014/15:FMP13). I alla fyra initiativ konstateras att en hållbar ekonomisk tillväxt, utöver finansiell stabilitet, även kräver investeringar, innovation och ett sunt investeringsklimat.

Kommissionen antog den 26 november 2014 ett meddelande om en investeringsplan för Europa, vilken bl.a. förordade inrättandet av en Europeisk fond för strategiska investeringar på upp till 315 miljarder euro (se 2014/15:FPM13). Meddelandet följdes den 13 januari 2015 av ett förslag till förordning om en Europeisk fond för strategiska investeringar (Efsi) (se FPM 2014/15:18). Grönboken om kapitalmarknadsunionen är en del av investeringsplanen och syftar bl.a. till att bistå investeringsplanen med en marknadsinfrastruktur för att maximera dess potential och bidra till att skapa fler jobb och ökad tillväxt inom EU.

1.2.1 Allmänt

För att samhället ska uppnå välbefinnande, hög sysselsättning och tillväxt krävs en effektiv finansmarknad som allokering av kapital från sparande till investeringar. Dessa investeringar ökar kapacitet på områden som infrastruktur, industrier, fastigheter, samt forskning och utveckling (FoU). Sedan finanskrisens början har ökad osäkerhet och riskaversion (ovilja att utsätta sig för risk) bidragit till ett försämrat förtroende bland både låntagare och investerare. Detta har hämmat det finansiella systemets effektivitet. Enligt grönboken har detta framförallt påverkat små och medelstora företag som är starkt beroende av bankfinansiering.

När det gäller en prioriterad fråga i grönboken, dvs. värdepapperisering, har Europeiska centralbanken och Bank of England studerat marknadens effektivitet och menar att återupplivandet av marknader för värdepapperisering kan öka finansmarknadens effektivitet och stödja en ekonomisk återhämtning.

1.2.2 Grönbokens syfte och mål

Kommissionen vill genom grönboken inleda en diskussion om nya sätt att öka tillgången till marknadsfinansiering i Europa, öka och diversifiera företagets finansieringskällor samt förbättra marknadernas funktionssätt. Kommissionen menar att utlåningen via banker har minskat sedan 2008 i spåren av den finansiella krisen. Detta har slagit särskilt hårt mot europeiska små och medelstora bolag där många företag haft bankfinansiering som enda finansieringskälla.

Kapitalmarknadsunionen bygger på följande nyckelprinciper:

- maximera kapitalmarknadens positiva bidrag till den reala ekonomin, arbetsmarknaden och tillväxten,
- skapa en inre marknad för kapital för alla 28 medlemsstater genom att avlägsna hinder för gränsöverskridande investeringar inom unionen samt stärka kopplingen till den globala kapitalmarknaden,
- bygga på ett starkt fundament av finansiell stabilitet med ett effektivt och konsekvent tillämpat regelverk för finansiella tjänster,
- upprätthålla en effektiv nivå av konsument- och investerarskydd,
- öka EUs konkurrenskraft genom att attrahera investeringar från hela världen.

Mot denna bakgrund konstaterar kommissionen att det finns behov av att öka och diversifiera finansieringskällor som kompletterar bankfinansiering för att uppmuntra investeringar i den europeiska ekonomin. För att uppnå detta menar kommissionen att det krävs reformer och nya initiativ på flera områden som bl.a. ökar finansieringsalternativen, stärker gränsöverskridande

1.2.3 Prioriterade områden som hanteras skyndsamt

I grönboken diskuterar kommissionen ett antal områden som kräver åtgärder, fem av dessa områden är prioriterade. De beskrivs närmare i det följande.

1.2.3.1 Revidering av prospektdirektivet

Om ett företag i dag är i behov av externt kapital behöver det i många fall upprätta ett prospekt som sedan ska godkännas av ansvarig tillsynsmyndighet. Processen för att upprätta prospekt kan ta tid och vara relativt kostsam. Genom en revidering av prospektdirektivet (2010/73/EU) menar kommissionen i grönboken att den administrativa bördan att nå investerare/kapital för mindre onoterade företag minskas. Tanken är att om prospektprocessen blir billigare och mindre omständlig kan fler mindre företag vända sig till kapitalmarknaden för att täcka sitt finansieringsbehov. Detta är tänkt att öka mängden investerat kapital samt bredda antalet finansieringsalternativ för dessa företag.

Kommissionen lanserade ett offentligt samråd beträffande denna revidering samtidigt som publiceringen av grönboken. I detta samråd uppmanas medlemstaterna att ge förslag och synpunkter på frågeställningar som presenteras i konsultationen. Konsultationen grupperar frågeställningarna under tre huvudrubriker:

- Under vilka omständigheter krävs prospekt?
- Vilken information ska prospektet innehålla?
- Hur ska godkännandeprocessen av prospekt gå till?

1.2.3.2 Standardisering av kreditinformation

Standardiseringen och utbudet av kreditinformation för mindre företag i Europa är i dag begränsad, vilket gör det svårt för investerare att bedöma om bolag är möjliga investeringsobjekt. Etablerandet av en standard för kreditutvärdering och ett framtida kreditregister kan enligt kommissionen minska informationsasymmetrin mellan företag och investerare. Detta kan bidra till en mer hållbar och effektiv kapitalmarknad, vilket framförallt gynnar skapandet av innovativa, nya och små företag. Kommissionen planerar att initiera arbetet med en workshop under 2015.

1.2.3.3 Ett europeiskt ramverk för värdepapperisering

Marknaderna för värdepapperiserade instrument var innan krisen mer än dubbelt så stora som de är i dag. Kommissionen föreslår ett gemensamt regelverk för värdepapperisering av hög kvalitet. En sådan högkvalitativ

värdepapperisering ska grunda sig på en enkel, transparent och standardiserad struktur och kan enligt kommissionen leda till att denna form av värdepapperisering kan få lättnader i försäkrings- och bankföretags likviditets- och kapitalkrav. Detta minskar bankernas balansräkningar och ökar deras möjlighet att låna ut till små företag.

Kommissionen lanserade ett offentligt samråd om värdepapperiseringar av hög kvalitet samtidigt som denna grönbok. Genom samrådet vill kommissionen inhämta medlemsstaternas åsikter om och synpunkter på hur ett ramverk för en enkel, transparent och standardiserad värdepapperisering kan åstadkommas. En sådan form av värdepapperisering anses bredda företagens finansieringskällor och förbättra kapitalmarknadernas funktion att omvandla sparande till investeringar.

1.2.3.4 Stödja långsiktiga europeiska investeringsfonder

Den 10 december 2014 kom rådet och Europaparlamentet överens om en förordning om långsiktiga europeiska investeringsfonder (ELTIF) (2012/13:FPM140). Dessa fonder syftar till att skapa förutsättning för investerare, exempelvis försäkringsföretag och pensionsfonder, att investera kapital i långsiktiga projekt bl.a. i infrastruktur och i små och medelstora företag. Kommissionen kommer att aktivt arbeta för att skynda på etablerandet av dessa fonder i syfte att komma igång med investeringar så fort som möjligt samt att uppmuntra investeringar i sådana fonder.

1.2.3.5 Privata investeringar (private placement)

Enligt kommissionen är privata investeringar, som riktade emissioner, en finansieringskanal med stor potential. Denna marknad har framförallt varit framgångsrik i USA, men även i Tyskland och Frankrike (det är främst medelstora företag som använder sig av denna kanal). Enligt kommissionen vänder sig europeiska medelstora företag i dag till den amerikanska marknaden för att söka finansiering genom privata investeringar. Hindren för utveckling av denna finansieringsform i Europa innefattar bristen av standardiserade processer och dokumentation, skillnader i insolvensförfaranden i medlemsstater samt brist på information om företagets kreditvärdighet. Kommissionen välkomnar därför ett privat initiativ som innefattar bästa praxis, generella principer och standardisering av dokumentation på marknaden för privata investeringar.

1.2.4 Andra berörda områden

Kommissionen undersöker även behovet av att driva frågor vidare inom ett flertal andra områden som anges nedan.

- Uppmana banker att öka informationsgivning om alternativa finansieringskällor till företag som inte beviljas kredit. Detta gäller framförallt för små och medelstora företag.
- Harmonisera och standardisera redovisningsregler som inte är lika krävande som de internationella redovisningsstandarderna (IFRS) för framförallt små och medelstora företag som söker externt kapital. I dag saknas enligt kommissionen ett regelverk anpassat till mindre noterade bolag.
- Etablera en förteckning över europeiska investeringsprojekt (eng. project pipeline), som ger investerare enkel tillgång till information om infrastrukturprojekt via nätet. Dessa projekt utgör en del av förslaget till förordning om den Europeiska Fonden för Strategiska Investeringar (Efsi) som presenterades 13 januari 2015. (Se FPM 2014/15:18.)

1.2.4.2 *Öka harmonisering för bättre fungerande marknader inom lånefinansiering*

- Utredda behovet av en mer integrerad marknad för säkerställda obligationer som baseras på erfarenheter från nationella system.
- Skapa ett standardiserat legalt ramverk för företagsobligationer, främst med syfte att öka likviditeten och stärka andrahandsmarknaden.
- Stödja utvecklandet av gröna obligationer.
- Utveckla alternativa finansieringskällor så som gräsrotsfinansiering (eng. crowdfunding).

1.2.4.3 *Diversifiera och förenkla utbudet av kapital*

- Arbeta med att minska kostnaderna för att etablera och marknadsföra UCITS-fonder till konsumenter och investerare i andra medlemsstater.
- Undersöka behovet av en anpassning och justering av bankers och försäkringsföretags kapitalkrav när det kommer till infrastrukturinvesteringar.
- Utveckla marknaden för privata pensionsförsäkringar genom införandet av en 29:e pensionsregim.
- Undersöka hur förutsättningar för riskkapital kan förbättras och hur Europeiska riskkapitalfonder (EuVECA) och Europeiska sociala entreprenörsfonder (EuSEF) kan få ökat genomslag.
- Undersöka hur de tre europeiska tillsynsmyndigheterna (European Supervisory Authorities) kan bidra till att ytterligare stärka konsumentskyddet.
- Stärka konkurrensen om finansiella tjänster för konsumenter och attrahera internationella investerare.

- Undersöka vilka åtgärder som kan föreslås för att göra EU mer attraktivt för kapital från andra länders kapitalmarknader. 2013 var investeringarna från icke-EU länder endast 5 biljoner euro.
- Främja utvecklandet av nya teknologier och integrera digitaliseringens fördelar i finansmarknaden.

1.2.4.4 *Förbättra marknadens effektivitet*

- Undersöka hur man ytterligare kan utveckla det befintliga gemensamma finansiella regelverket (*single rule book*).
- Kommissionen ska samarbeta med medlemsstater för att avveckla nationella särregler, *s.k. goldplating*, samt garantera efterlevnad av regelverk och enhetlig tillämpning.
- Utredda de tre europeiska tillsynsmyndigheternas roll beträffande tillsynskonvergens.
- Öppna marknader genom att ta bort konkurrensrättsliga hinder för nya aktörer att träda in på nya marknader. Även se över nationella restriktioner på investeringsflöden.

1.2.4.5 *Marknadsinfrastruktur, data och rapportering samt värdepappersrätt*

- Aktivt arbeta för skapandet av en konsoliderad handelsinformation (eng. *consolidated tape*) för aktiemarknaden.
- Analysera tillämpningen av nya och effektivare IT-teknologier för tillsyn och marknadsrapportering.
- Undersöka möjligheten för förenkling av regelverk avseende pantsättning över gränserna.
- Utarbeta förslag till lagstiftning om resolutions- och avvecklingsplaner för centrala motparter.
- Utredda behovet av lagstiftning om ägandet av värdepapper (securities market law).

1.2.4.6 *Bolagsrätt, insolvensrätt och beskattningsrätt*

- Utredda hinder till integrerade marknader som har sitt ursprung i bolagsrätt samt möjligheter att avlägsna dessa hinder genom riktade åtgärder.
- Minska skillnaderna i nationella insolvensrättsliga regelverk för att öka integrationen av kapitalmarknaderna.
- Förstärka den inre marknaden för kapital genom att undersöka möjligheten att t.ex. minska skillnaderna i hur eget kapital och lån behandlas i nationella skattesystem.

1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa 2014/15:FPM21

Effekterna är svåra att skatta innan kommissionen presenterat enskilda förslag till direktiv eller förordningar. Beträffande de två enskilda konsultationerna så regleras värdepapperisering i dag i lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet och lagen (1936:81) om skuldebrev). Upprättande av prospekt regleras i dag i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Då kommissionen inte presenterat en konsekvensanalys av grönbokens initiativ är det svårt att skatta de budgetära konsekvenserna innan enskilda förslag till direktiv eller förordningar presenteras. Initiativen i grönboken innehåller ingenting om direkta garantier eller utgifter från EU-budgeten eller statsbudgeten.

2 Ståndpunkter

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen välkomnar kommissionens grönbok. Regeringen är positiv till kommissionens arbete som syftar till att främja gränsöverskridande finansiering, komplettera företagets finansieringskällor och därmed stärka den inre marknaden. Regeringen ställer sig därför positiv till ansatsen i kommissionens grönbok att kartlägga tänkbara lösningar för effektivare marknader.

Regeringen avser att arbeta för att alla kommande förslag ska uppfylla villkor för transparens, finansiell stabilitet och bibehålla eller förstärka ett starkt och ändamålsenligt investerar- och konsumentskydd. Det är viktigt att kommissionen genomför en grundlig konsekvensanalys innan förslagen presenteras. Regeringen kommer att ta ställning till respektive förslag då de presenteras.

2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Då grönboken ännu inte diskuterats i någon formell mening finns i dagsläget ingen tydlig bild av övriga medlemsstaters ståndpunkter. Delar av grönboken nämndes redan i rådsslutsatser som antogs med brett stöd av medlemsstaterna vid Ekofinrådet den 9 december 2014.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Europaparlamentets ståndpunkt är ännu inte känd.

Grönboken har skickats för synpunkter till berörda intressenter bl.a. Riksbanken, Finansinspektionen, Svenska Bankföreningen, Svenska Riskkapitalföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Fondbolagensförening och Svensk Försäkring.

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Eftersom det är fråga om en grönbok är detta inte aktuellt.

3.2 Subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen

Grönboken innehåller endast ett initiativ med förslag på olika åtgärder som kan vidtas framöver. Kommissionen förväntas presentera de första konkreta förslagen efter att det offentliga samrådet har avslutats.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Samrådet pågår till den 13 maj och kommissionen kommer sedan att presentera en färdplan efter sommaren 2015. Byggstenar för kapitalmarknadsunionen väntas vara på plats 2019.

4.2 Fackuttryck/termer

Informationsasymmetri: Föreligger då parter som ingår eller vill ingå ett avtal eller annars ska fatta ett beslut, har tillgång till olika mängder av information.

Gräsrötsfinansiering (crowdfunding): En metod för att finansiera projekt eller idéer. Metoden avser ett öppet erbjudande som riktas till allmänheten för att anskaffa medel för ett visst projekt ofta via internet och sociala medier. Sådana erbjudanden är öppna bara under en begränsad tid. Som regel handlar det om en större grupp givare som vardera bidrar med mindre belopp, men det finns undantag.

Privata investeringar (Private placement): Avser försäljning av värdepapper till ett relativt litet antal utvalda investerare genom kontrakt som ett sätt att

skaffa kapital. Kontraktet utformas så att det är undantaget prospektregler, vilket minskar den byråkratiska bördan och företaget kan finansiera sig till en lägre kostnad. Investerarna är generellt professionella (t.ex. stora banker, fonder, försäkringsbolag och pensionsfonder) och har kapacitet att göra en egen kreditbedömning av företaget i fråga. Kontrakten är illikvida och hålls ofta tills de förfaller. Meningen är att de skall hållas utanför clearingsystemen och vara olistade.

Värdepapperisering: Är en process där relativt homogena och illikvida tillgångar slås samman ("poolas") och ompaketeras och säljs som värdepapper till en investerare. Värdepapperisering är beroende av kassaflödet som genereras från den underliggande tillgångspoolen. När tillgångarna värdepapperiseras så flyttas kreditrisken och tillgången bort från långivarens balansräkning in i ett specialföretag. Detta specialföretag ställer i sin tur ut obligationer (värdepapper) som investerare köper. När kreditrisk överförs genom värdepapperisering bör investerare fatta sina beslut först efter att ha gjort en noggrann genomgång, för vilken de behöver tillräckligt med information om värdepapperiseringarna och dess underliggande tillgångar.